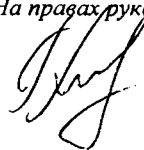


0-789885

На правах рукописи



ХАСАНОВ РАМИЛЬ РАФАИЛОВИЧ

ОТНОШЕНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ КАК ИННОВАЦИОННАЯ ФОРМА
РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЫ

Специальность 08.00.01 – Экономическая теория

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Казань – 2011

Работа выполнена на кафедре экономической теории НОУ ВПО «Академия управления «ТИСБИ»

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор
Посталюк Михаил Петрович.

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор
Соколов Борис Иванович;

кандидат экономических наук, доцент
Нугуманова Лилияна Фаритовна.

Ведущая организация:

ГОУ ВПО «Самарский
государственный экономический
университет».

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000661954

Защита состоится 04 июля 2011 года в 12.00 на заседании диссертационного совета ДМ 212.079.08 при ГОУ ВПО «Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева» по адресу: 420111, г. Казань, ул. К.Маркса, 10, аудитория № 310.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО «Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева».

Сведения о защите и автореферат диссертации размещены на официальном сайте ГОУ ВПО «Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева»: www.kai.ru.

Автореферат разослан 03 июня 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук, доцент

Ш.И. Еникеев

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Современный этап развития экономических систем характеризуется активизацией инновационных форм их развития, которые позволяют повышать эффективность реализации капитала, наращивать потенциалы реального и финансового секторов экономики, обеспечивать динамичность, гибкость и устойчивость деятельности хозяйствующих субъектов. Инновационная деятельность и взаимодействие хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов экономики оказывают влияние на трансформацию традиционных взаимоотношений в процессе развития экономических систем и формируют в их структуре новые формы экономических отношений, способных оживить рынок. Так, с середины XX века подверглись существенной трансформации финансовые отношения хозяйствующих субъектов экономической системы. Статус главного источника привлечения дополнительных финансовых ресурсов для их устойчивой деятельности стал перемещаться на фондовый рынок. Желания хозяйствующих субъектов не ограничивались лишь получением существующих дополнительных финансовых средств. Они искали новые формы экономических отношений реального и финансового секторов экономики, позволяющие эффективно использовать финансовые активы, укреплять финансовую устойчивость и ликвидность, регулировать финансовые риски. Экономический поиск таких инновационных форм развития современных экономических систем способствовал формированию в 70-е годы отношений секьюритизации, одной из важнейших финансовых инноваций XX века, значительным образом изменивших характер традиционных отношений хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов экономики.

Широкое признание отношения секьюритизации хозяйствующих субъектов получили сравнительно недавно. Их распространение в мировом масштабе ограничивалось не только трудностями освоения из-за сложности структуры, но и законодательными ограничениями и индивидуальными особенностями самих стран. Возникнув в 70-х годах XX века из-за сложных институциональных и экономических условий в Соединенных Штатах Америки, лишь к 80-м годам они распространились в других странах, которые схожи с США правовыми системами, таких как Великобритания, Канада, Япония. Широкое распространение отношения секьюритизации получили в Западной Европе к 90-м гг., а в Центральной и Восточной Европе – только в XXI веке. Таким образом, отношения секьюритизации, получив широкое распространение на Западе, начинают завоевывать и российский рынок.

Однако начавшийся кризис, затронувший и нашу страну, затруднил поступательное развитие отношений секьюритизации. Дефолт заемщиков с токсичными активами, а впоследствии всего рынка структурированных ипотечных обязательств, оказал сильное негативное влияние на будущее отношений секьюритизации. Дефолты хозяйствующих субъектов, хоть как-то связанные с рынком отношений секьюритизации, вызвали рост недоверия между хозяйствующими субъектами, которые стали избавляться от

инструментов этого рынка, перераспределяя финансовые средства в другие активы, что, в конечном счете, привело к кризису доверия на финансовом рынке и замедлению, а то и затуханию отношений секьюритизации между ними. А это свидетельствует о том, что в отношениях секьюритизации реализуется общая закономерность циклического развития экономических систем. Об этом также говорит и то, что на современном международном финансовом рынке повсеместно реализуются отношения секьюритизации, которые продолжают играть значительную роль при финансировании и рефинансировании финансово-хозяйственной деятельности хозяйствующих субъектов, несмотря на потрясения, произошедшие на этом рынке за последнее время, что, в свою очередь, свидетельствует об устойчивой тенденции развития данных отношений в экономических системах.

Таким образом, на основании существующей международной и отечественной теории и практики мы можем утверждать, что отношения секьюритизации, с одной стороны, – это объективная необходимость и они являются инновационной формой развития экономических систем, а с другой – они динамичны и изменчивы в зависимости от специфики функционирования и развития национальных экономических систем. Это вызывает потребность их постоянного теоретического исследования и разработки мер по их совершенствованию, что свидетельствует об актуальности данной проблемы, ее теоретической и практической значимости. Аналогичная ситуация сложилась и в отечественной экономической системе. Накопившийся пока еще небольшой опыт формирования, функционирования и развития отношений секьюритизации в отечественной экономике настоятельно требует их теоретического обобщения и осмысления.

Степень разработанности проблемы. Анализ множества работ, посвященных секьюритизации, выявил основные тенденции в формате изучения проблематики.

Большинство авторов, среди которых Х.П. Бэр, Л. Обэй, Дж. Фабоци, Дж. Финнерти, Л. Хейр и другие, в основном уделяют внимание сущности предмета исследования, его процессуальной составляющей и вопросам реализации в той или иной стране на уровне отраслевых экономических наук. Часть авторов, таких как Э. Дэвидсон, П.С. Роуз, Дж. Синке и другие, рассматривают отдельные элементы, этапы структурирования активов или специфические функции этого процесса.

В качестве теоретико-методологической базы исследования отношения секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы были использованы труды представителей зарубежной и отечественной научной мысли: Л.И. Абалкина, И.А. Бланка, Л.С. Бляхмана, Х.П. Бэра, Н.В. Ведина, А.Г. Гранберга, Н.Н. Думной, Э. Дэвидсона, Р.И. Капелюшникова, В. Катари, Дж.М. Кейнса, Н.Д. Кондратьева, Ю.И. Коробова, Р.К. Мазитовой, Дж.Ф. Маршалла, Ю.И. Матвеева, Д. Норга, Л.Ф. Нугумановой, Р.М. Нуриева, Л.Обэя, В.М. Полтеровича, П.С. Роуза, Дж.Ф. Синке, Д.Е. Сорокина,

Ф.Дж. Фабоци, Дж.И. Финнерти, М. Фридмена, К. Фроста, А.Ш. Хасановой, Ф.А. Хайека, Л. Хейра, С.Л. Шварца и др. авторов.

Определенный вклад в исследование процессов секьюритизации в отечественной экономике внесли российские авторы: Н.В. Александрова, Г.Н. Белоглазова, В.И. Вагизова, А.Г. Грязнова, Е.С. Демушкина, Е.Ф. Жуков, О.М. Иванов, А.А. Казаков, Ю.И. Коробов, Л.Н. Красавина, О.И. Лаврушин, Г.Г. Матюхин, А.С. Меньшикова, Я.М. Миркин, К.В. Митрошина, А.Л. Морковкин, Н.И. Парусимова, М.П. Посталюк, Б.Б. Рубцов, А.С. Селивановский, Б.И. Соколов, В.А. Тарачев, Ю.Е. Туктаров, В.М. Усоскин и др.

Несмотря на наличие источников, посвященных исследованию процесса секьюритизации, его анализа как экономических отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами реального и финансового секторов экономической системы, в современной экономической литературе не имеется. В то время как остро нуждаются в изучении вопросы сущности, содержания и типологии отношений секьюритизации как экономических категорий, их места и роли в экономической системе, закономерностей и противоречий их развития, принципов и механизмов реализации отношений секьюритизации в инновационном взаимодействии хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов отечественной экономики. Не рассматриваются должным образом в современной экономической науке вопросы реализации отношений секьюритизации на основе будущих прав требования и применения различных конструкций, основанных на отношениях кондуктного финансирования и организации накопителя. До сих пор не выработаны терминология и классификация структур и форм реализации отношений секьюритизации. Кризисные события в 2007-2008 гг. сказались на снижении интереса к отношениям секьюритизации, как со стороны теоретиков, так и со стороны практиков. В этой связи не уделяется должного внимания причинам и последствиям кризиса через призму отношений секьюритизации, вопросам их совершенствования в условиях глобализации и модернизации экономических систем.

Актуальность и недостаточная теоретическая разработанность вышеперечисленных вопросов определили выбор темы, цели и задач исследования.

Цель и задачи исследования. Цель диссертации состоит в теоретическом исследовании отношений секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы и обосновании перспектив их совершенствования в условиях глобализации финансовых рынков.

Для реализации цели исследования были поставлены следующие задачи:

- дать определение, раскрыть экономическое содержание отношений секьюритизации, провести их классификацию, выявить их место и роль, специфические функции, формы реализации, преимущества и недостатки в экономических системах;

- выявить этапы, закономерности и особенности динамического развития отношений секьюритизации в отечественной экономической системе на различных ее уровнях в условиях модернизации;

- определить виды рисков отношений секьюритизации и механизмы их снижения;
- обосновать направления развития адекватной институциональной матрицы, обеспечивающей эффективную реализацию отношений секьюритизации в экономических системах;
- выявить место и роль отношений секьюритизации в системе причин экономических кризисов в условиях глобализации финансовых рынков, а также возможность повторения августовских событий 2008 года при развитии отношений секьюритизации в России;
- разработать и обосновать меры по совершенствованию отношений секьюритизации в инновационном взаимодействии хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов российской экономики в условиях ее модернизации.

Объектом исследования является инновационное взаимодействие хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов российской экономики в процессе ее модернизации.

Предметом исследования выступают экономические отношения секьюритизации как инновационная форма развития экономической системы.

Теоретической и методологической основой являются работы представителей зарубежной и отечественной научной мысли, законодательные и нормативные акты, определяющие основное экономическое и правовое поле процессов секьюритизации, научные монографии, статьи в периодических изданиях, Интернет-ресурсы, информационные и аналитические материалы, посвященные процессам секьюритизации в России, исследования практиков, специализирующихся на реализации процессов секьюритизации.

В ходе написания диссертационной работы применялись методы теоретического, эмпирического и диалектического познания.

Научная новизна исследования состоит в том, что впервые проведено комплексное теоретическое исследование отношений секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы, структур и форм их реализации и обоснованы перспективы их совершенствования в условиях глобализации финансовых рынков и модернизации российской экономики.

Научная новизна конкретизирована в следующих наиболее существенных результатах, полученных в ходе исследования:

- доказано, что экономические отношения секьюритизации – это инновационная форма взаимодействия хозяйствующих субъектов различных форм собственности с целью оптимизации, сохранения, увеличения и ускорения движения капиталов. Предложена их классификация, выявлены функции, формы реализации, преимущества и недостатки в экономических системах. В этой связи раскрыто экономическое содержание понятий: «отношения секьюритизации», «хозяйствующий субъект специального назначения», «квазиобеспеченная» структура отношений секьюритизации, «балансовая структура европейского типа» и др., которые введены в научный политэкономический оборот;

- выявлены этапы, закономерности и особенности динамического развития отношений секьюритизации в отечественной экономической системе на различных ее уровнях в условиях модернизации;

- определены и систематизированы виды рисков отношений секьюритизации, среди которых выделены: внешние риски, охватывающие широкий класс рисков странового происхождения, включая классический страновой риск и производные от него политические, экономические и правовые риски; внутренние риски или риски структурирования, которые подразделяются в зависимости от происхождения (причастности) на риски активов, риски элементов и риски транзакции;

- предложены рекомендации по изменению институциональных условий, обеспечивающих эффективную реализацию отношений секьюритизации в экономических системах на основе использования широкого класса активов, таких как ипотечные активы, автокредиты, лизинговые и факторинговые активы и др.;

- выявлены причины кризисных явлений и степень причастности отношений секьюритизации как катализатора таких явлений в условиях глобализации экономических процессов. Доказано, что возможность повторения августовских событий 2008 года при развитии отношений секьюритизации в России вполне допустима, если реализация отношений секьюритизации в России будет построена по западной модели, когда первичным кредиторам гарантируется возможность рефинансирования, реструктуризации и страхования рисков через государственные агентства, что способствует снижению требований к заемщикам и может привести к формированию сектора Subprime (сектора токсичных активов) как основного фактора кризисных явлений;

- разработаны и обоснованы меры по совершенствованию отношений секьюритизации в инновационном взаимодействии хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов российской экономики в условиях ее модернизации, среди которых основными являются: увеличение и оптимизации ресурсной базы, развитие элементной базы, развитие инструментальной базы; развитие учета и информационных систем; создание вторичного рынка ценных бумаг, обеспеченных активами, способствующих развитию отношений секьюритизации в условиях модернизации российской экономики.

Теоретическая и практическая значимость. Теоретическая значимость результатов исследования позволяют систематизировать историю становления, развития отношений секьюритизации как в мировом, так и в отечественном масштабе, выявлять основные тенденции отечественного структурирования активов и этапы формирования рынка отношений секьюритизации в России.

Практическая значимость диссертационного исследования определяется возможностями применения материалов настоящего исследования в учебном процессе, подготовки аналитических и учебных пособий. Результаты исследования будут интересны практикам, специализирующимся на реализации

процессов секьюритизации, а также органам законодательной и исполнительной власти Российской Федерации.

Апробация результатов исследования. Основные положения и выводы исследования изложены и получили одобрение на 20-ти научных и научно-практических конференциях разных уровней.

Внедрение результатов исследования было осуществлено в государственной некоммерческой организации «Инвестиционно-венчурный фонд Республики Татарстан» и АКБ «Спурт» (ОАО) при разработке и реализации форм и способов инвестиционного обеспечения инновационной деятельности.

Основные положения исследования используются кафедрой экономической теории НОУ ВПО «Академии управления «ТИСБИ» в преподавании учебных дисциплин «Экономическая теория», «Современные проблемы экономической науки (микроэкономика)», «Современные проблемы экономической науки (макроэкономика)», «Теория отраслевых рынков», «Экономика инноватики».

Публикации. По материалам диссертации опубликовано 14 научных работ общим объемом 6,2 п.л., из них авт. – 5,81 п.л., в том числе 4 работы объемом 2,4 п.л. (авт. – 2,2 п.л.) – в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ.

Объем и структура диссертации. Диссертация состоит из введения, 3-х глав, заключения, библиографического списка и приложения. Общий объем диссертации составляет 180 страниц компьютерного текста, работа содержит 12 рисунков и 2 таблицы.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. *Доказано, что экономические отношения секьюритизации – это инновационная форма взаимодействия хозяйствующих субъектов различных форм собственности с целью оптимизации, сохранения, увеличения и ускорения движения капиталов. Предложена их классификация, выявлены функции, формы реализации, преимущества и недостатки в экономических системах. В этой связи раскрыто экономическое содержание понятий: «отношения секьюритизации», «хозяйствующий субъект специального назначения», «квазиобеспеченная» структура отношений секьюритизации, «балансовая структура европейского типа» и др., которые введены в научный политэкономический оборот.*

Традиционная деятельность и взаимодействие хозяйствующих субъектов различных форм собственности в реальном и финансовом секторах экономической системы зависят от финансирования и инвестиционного обеспечения как внутреннего, так и внешнего характера. Основными инвестиционными источниками хозяйствующих субъектов традиционно выступают государство и другие хозяйствующие субъекты, например, национальная банковская система. Реализация кредитных отношений – самый быстрый и относительно простой способ получения необходимых средств для финансирования краткосрочной и долгосрочной деятельности хозяйствующих

субъектов. Однако даже в такой традиционной для хозяйствующих субъектов сфере финансирования, как кредитные отношения, возможно и необходимо внедрение инноваций. Кредитные отношения по своей специфике остаются традиционными, а вот отношения по рефинансированию и получению финансовых средств за последнее время претерпели значительные изменения, которые внедряются и используются как инновационные финансовые отношения. Одной из эффективных в мирохозяйственной практике новых форм экономических отношений хозяйствующих субъектов по оптимизации, сохранению, увеличению и ускорению движения капиталов являются отношения секьюритизации, которые определяются нами в качестве инновационной формы развития экономической системы.

Рассмотрение экономических отношений секьюритизации в качестве инновационной формы развития экономической системы позволяет определить специфику и характеристику изучаемого предмета. Они отражают тенденцию в мирохозяйственной практике, при которой происходит замещение традиционных отношений финансирования и рефинансирования инновационными формами взаимодействия хозяйствующих субъектов на фондовом рынке, направленных на получение прибыли и/или иных экономических эффектов. Их разнообразие позволяет систематизировать существующие взаимодействия хозяйствующих субъектов в процессах секьюритизации по различным основаниям:

- по целям реализации: финансирование и/или рефинансирование, оптимизация и хеджирование рисков, ценовой арбитраж;
- по формам собственности: частные, государственные, смешанные;
- на институциональной основе: регулируемые, квазирегулируемые, не регулируемые;
- в зависимости от юрисдикции: локальные, трансграничные;
- на основании отражения в балансе: «внебалансовые», балансовые;
- на основании обеспеченности: обеспеченные, квазиобеспеченные, необеспеченные;
- по уровню риска: высокорисковые, среднерисковые, низкорисковые.

Экономические отношения секьюритизации – это кастомизированные финансовые отношения, которые выстраивались на основе индивидуальных требований участников этих отношений, изначально под требования хозяйствующих субъектов банковского сектора США желающих реструктурировать ипотечные требования, со временем охватив другие активы, сектора и рынки. Кастомизация способствовала возникновению разнообразных форм отношений секьюритизации, которые представлены на рисунке 1 и различаются между собой по различным признакам, начиная от способов отражения в балансе и заканчивая видом выпускаемых ценных бумаг.

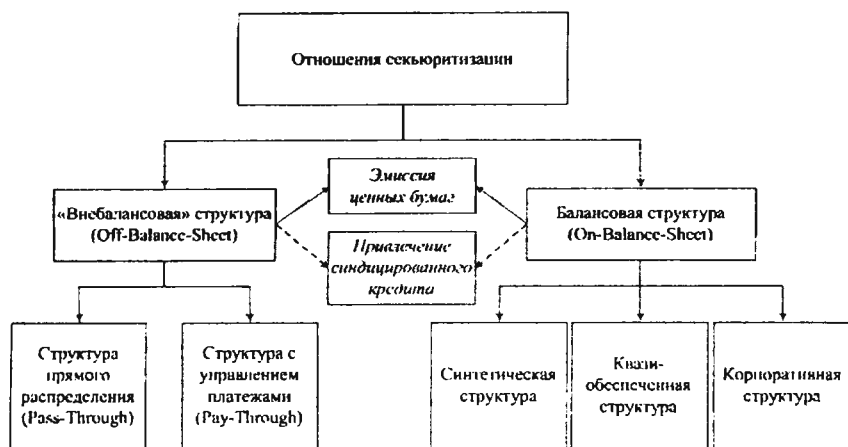


Рис. 1. Классификация структуры отношений секьюритизации

«Внебалансовая» (Off-Balance-Sheet) структура экономических отношений секьюритизации представляет собой отношения хозяйствующих субъектов по вовлечению активов (Assets) в выпуск и обслуживание ценных бумаг (Securities), обеспеченных (Backed) процентными (Interest) и капитальными (Principal) платежами (Payments) от исходных активов, сопровождающиеся списанием активов с баланса (Off-Balance-Sheet) originатора с получением ряда экономических эффектов.

В тех случаях, когда активы, на основании которых осуществляется структурирование, остаются на балансе originатора, говорят о балансовой (On-Balance-Sheet) структуре экономических отношений секьюритизации. Балансовая структура экономических отношений секьюритизации реализуется тогда, когда originатор не желает списывать со своего баланса те или иные активы или их списание сопряжено со значительными трудностями. В некоторых случаях originатору просто не выгодно списывать со своего баланса низкорисковые активы, поскольку это может сказаться на качестве его кредитного портфеля. Вне зависимости от причин, если активы сохраняются на балансе, то любая форма отношений секьюритизации имеет балансовую природу.

Развитие экономических отношений секьюритизации предопределило появление множества форм структурирования активов, обусловило неоднородность оформления транзакции. В зависимости от финансовых условий, правовой конъюнктуры, целей и возможностей хозяйствующих субъектов структура и характеристика транзакции могут значительно отличаться друг от друга. Несмотря на то, что многие из реализуемых отношений секьюритизации являются комплексными и сложноструктурированными, в основе большинства из них лежит универсальная типовая структура (рис. 2). Под типовой структурой понимается основополагающая для всех форм структурирования конструкция, в неизменном виде воспроизводящая классическую структуру отношений секьюритизации.

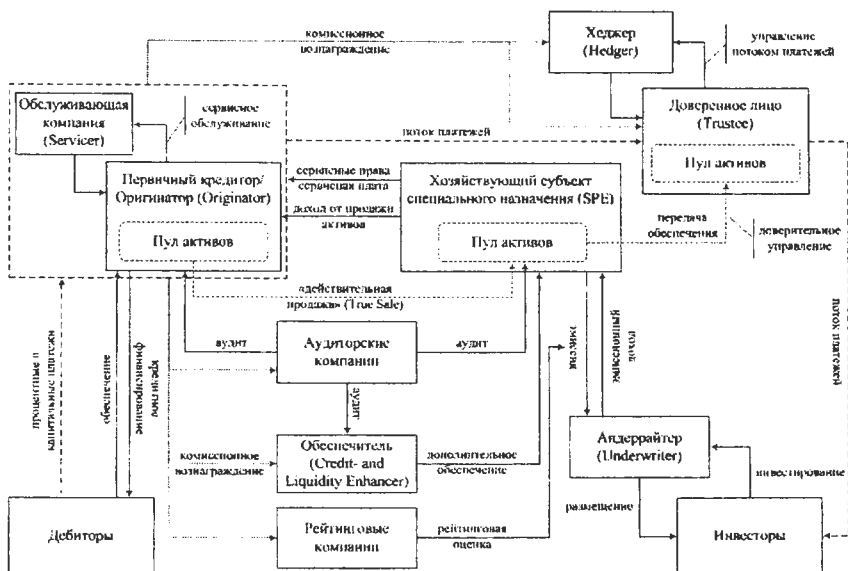


Рис. 2. Типовая структура отношений секьюритизации

Реализация отношений секьюритизации способствует получению положительных экономических эффектов.

На микроуровне: для оригинатора (первичного кредитора): улучшение показателей ликвидности и платежеспособности; диверсификация источников финансирования и фондирования; рефинансирование существующих и будущих активов; оптимизация и хеджирование рисков; относительно «дешевый» источник привлечения финансовых ресурсов; улучшение состояния баланса и показателей финансовой устойчивости и других. Для инвестора: диверсификация объектов инвестирования; получение большей доходности при сопоставимом уровне риска; способность подобрать объект инвестирования по шкале «риск-доходность»; информационная прозрачность объекта инвестирования, изолированность от кредитных рисков оригинатора и другие.

На макроуровне: позволяет активизировать развитие различных секторов экономики через интеграцию в «трафик» финансовых потоков; предоставляет возможность фондирования различных секторов экономики, включая реальный сектор, через активизацию кредитования (лизинг, факторинг и др.), и последующего рефинансирования обязательств реального сектора; обеспечивает оптимизацию и эффективное распределение рисков по всему финансовому «фронту» экономики; формирует новые объекты инвестирования для средств институциональных инвесторов и др.

Вместе с тем, существуют и негативные экономические эффекты реализации отношений секьюритизации.

На микроуровне: для originатора: высокая пороговая стоимость активов (не менее 100 млн. долл.), необходимые для целей реализации отношений секьюритизации; высокие временные лаги и финансовые издержки; необходимость раскрытия коммерческой тайны; утрата наиболее ликвидного актива и части будущих доходов; сложность оформления, документооборота и учета. Для инвестора: сложность и неоднородность оформления отношений секьюритизации; потенциальная возможность приобретения токсичных активов; наличие потенциальных рисков отношений секьюритизации; зависимость экономических эффектов отношений секьюритизации от финансовой конъюнктуры и экономической ситуации в стране.

На макроуровне: значительная концентрация рисков; увеличение интеграции различных секторов экономики, что способствует быстрому распространению кризисных явлений от одного сектора экономики в другой.

Участниками экономических отношений секьюритизации являются различные хозяйствующие субъекты, в том числе и специального назначения. Последние реализуют отношения по приобретению активов у originаторов, осуществляют их структурирование, эмиссию обеспеченных активами ценных бумаг и ретрансляцию платежного потока инвесторам.

При структурировании активов и эмиссии ценных бумаг, обеспеченных как обособленным имуществом, сохраняющимся на балансе, так и всем своим капиталом, хозяйствующие субъекты формируют «Квазиобеспеченную» и балансовую структуры отношений секьюритизации. Балансовая структура отношений секьюритизации представляет собой структуру европейского типа. Об этом свидетельствует как количество осуществленных транзакций в мире, подавляющее число которых приходится на Европу, так и существование балансовых структур, возникших именно в Европе. Следовательно, балансовую структуру отношений секьюритизации можно именовать «балансовой структурой европейского типа» (по аналогии с «внебалансовой» структурой американского типа).

2. Выявлены этапы, закономерности и особенности динамического развития отношений секьюритизации в отечественной экономической системе на различных ее уровнях в условиях модернизации.

Предпосылками и причинами возникновения экономических отношений секьюритизации являются: углубление разделения труда и выделение специфических субъектов и их функций на финансовых рынках, удаление капитала-функции от капитала-собственности, снижение эффективности применения традиционных финансовых инструментов, ужесточение государственного контроля за деятельностью хозяйствующих субъектов, долговой кризис 1982 года и его последствия.

Регулятором процесса становления и реализации экономических отношений секьюритизации являются такие закономерности, как либерализация и глобализация финансовых рынков, изменение характера международных отношений, обновление инструментов финансовых рынков и другие. Внутренним механизмом действий этих закономерностей является

целая группа противоречий: между различными собственниками, их интересами и целями, между традиционными и инновационными финансовыми отношениями, между субъектами реального и финансового секторов экономики и др.

Формирование и развитие экономических отношений секьюритизации в России имеют свои особенности и свою историю, которую можно разделить на 3 основных этапа:

1. Этап формирования (1996-2004 гг.), который можно охарактеризовать, как период становления культуры отношений секьюритизации, когда российские хозяйствующие субъекты по причине отсутствия русскоязычных источников в литературе, опыта и соответствующих технологий, законодательной и управленческой базы, объясняющих и регулирующих данные процессы старались внедрять инновационные финансовые отношения в отечественную действительность. Институциональную и инфраструктурную основу отношений секьюритизации заложило государство созданием государственных агентств и принятием соответствующих нормативных актов.

2. Этап «прорыва» (2004-2008 гг.) – период бурного роста инновационных отношений секьюритизации в России, когда отечественные хозяйствующие субъекты на основе накопленного опыта и технологий, а так же соответствующих изменений российских институциональных условий значительно активизировали отношения секьюритизации как по количеству, качеству, так и по объему. Этап «прорыва» можно подразделить на период развития трансграничной формы реализации отношений секьюритизации, характеризующийся структурированием широкого диапазона отечественных активов на зарубежных финансовых рынках, и период становления локальных национальных форм реализации отношений секьюритизации преимущественно на основе ипотечных активов. Этап характеризуется усложнением структуры отношений секьюритизации и усовершенствованием форм ее реализации.

3. Посткризисный этап (2008 г. – по настоящее время). Возможности российских хозяйствующих субъектов заметно сократились после начала глобального финансового кризиса, связанного как со снижением ликвидности на западном и отечественном финансовых рынках, так и с падением спроса на структурированные активы, вызванным кризисом доверия. Помимо этого данный период характеризуется ужесточением требований предъявляемых при реализации отношений секьюритизации. Следовательно, все это сказалось на желаниях и возможностях хозяйствующих субъектов, реализующих отношения секьюритизации.

В современной структуре отношений секьюритизации, реализованных отечественными хозяйствующими субъектами, можно увидеть дисбаланс между локальными и трансграничными формами реализации отношений секьюритизации, представленный на рисунке 3.

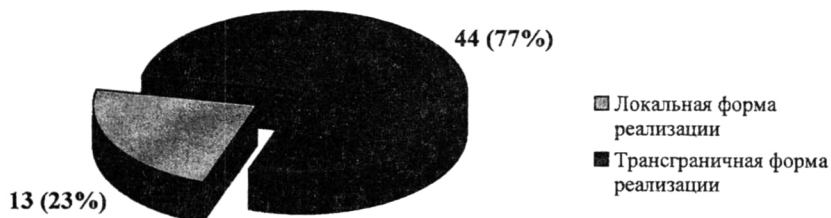


Рис. 3. Распределение отношений секьюритизации по формам реализации в количественном и процентном соотношении

Как показано в таблице 1, с 2001 г. и по настоящее время отечественные хозяйствующие субъекты реализовали отношения секьюритизации на общую сумму свыше 15 млрд. долл., при этом лишь 12 ипотечных транзакций и одна транзакция на основе потребительских кредитов на общую сумму около 4 млрд. долл. носили локальный характер. Как видно из этих данных, большинство форм реализации отношений секьюритизации, проводимых отечественными хозяйствующими субъектами, имели трансграничный характер.

Таблица 1

Структура реализации отношений секьюритизации в России в зависимости от класса активов

Класс активов	Количество транзакций	Объем (млн. долл.)
Ипотечные активы	27	5524,4
Будущие активы	8	4261,8
Автокредиты	8	2050
Потребительские кредиты	4	976,5
Долговые обязательства	5	964
Лизинговые активы	2	787,3
Факторинговые активы	3	685,5
Итого	57	15249,5

Несмотря на существенный перевес трансграничных форм реализации отношений секьюритизации в России, имеются все условия для успешного развития локальных национальных форм реализации отношений секьюритизации. Рынок локальных национальных форм реализации отношений секьюритизации отечественных активов является одним из наиболее прогрессивных сегментов финансового рынка. Для дальнейшего развития

рынка отношений секьюритизации необходимы оперативное и существенное изменение условий, модернизация институтов и инфраструктуры отношений секьюритизации в интересах развития внутреннего финансового рынка.

3. *Определены и систематизированы виды рисков отношений секьюритизации, среди которых выделены: внешние риски, охватывающие широкий класс рисков странового происхождения, включая классический страновой риск и производные от него политические, экономические и правовые риски; внутренние риски или риски структурирования, которые подразделяются в зависимости от происхождения (причастности) на риски активов, риски элементов и риски транзакции.*

Отношения секьюритизации являются одними из самых сложноструктурируемых отношений в арсенале хозяйствующих субъектов, реализуемых во внутренних и международных финансовых рынках. Реализация отношений секьюритизации подразумевает множество взаимоотношений между участниками транзакции как внутри структуры, так и за ее пределами. Состав участников, как и количество взаимодействий от транзакции к транзакции, несомненно, варьируется, но в среднем в отношения участвует более десяти хозяйствующих субъектов, между которыми устанавливается множество различных контрактных взаимоотношений. Такая взаимозависимость с существующим воздействием внешних фактов ведет к возникновению множества возможных «неопределенностей», более известных как риски.

Существует достаточное количество классификаций рисков секьюритизации, которые характеризуются обобщенным форматом рассмотрения либо описывают детально один или несколько специфичных рисков в зависимости от структуры и вовлеченности тех или иных хозяйствующих субъектов, но не позволяют однозначно оценить в полном объеме масштабы и значимость возникающих рисков в процессе структурирования активов. На рисунке 4 нами предложена своя классификация рисков экономических отношений секьюритизации.



Рис. 4. Классификация рисков отношений секьюритизации

Внешние риски (External Risks) охватывают широкий класс рисков странового происхождения, включая классический страновой риск и производные от него политические, экономические и правовые риски.

Внутренние риски (Internal Risks), или риски структурирования, – риски, возникающие по причине особой экономической и юридической сложности отношений секьюритизации, вовлечения множества элементов и использования большого числа финансовых инструментов при структурировании активов. Риски структурирования (Structural-Risks) как внутренние факторы определяют возможность реализации отношений секьюритизации, применения той или иной структуры и формы реализации, использования подходящих активов и вовлечения дополнительных элементов в целях реализации отношений секьюритизации. Для активов, элементов и форм структурирования характерны различные факторы риска, которые подразделяются в зависимости от происхождения (причастности) на риски активов, риски элементов и риски транзакции.

4. Предложены рекомендации по изменению институциональных условий, обеспечивающих эффективную реализацию отношений секьюритизации в экономических системах на основе использования широкого класса активов, таких как ипотечные активы, автокредиты, лизинговые и факторинговые активы и другие.

Для построения эффективной структуры отношений секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы важное значение имеет создание адекватной институциональной матрицы. Ключевым ее институтом на финансовом рынке России является институт ипотечных активов, который регулируется Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах». На первый взгляд, он носит законченный характер, где детально прописывается все функции хозяйствующих субъектов отношений секьюритизации: состав и качество ипотечного покрытия, организационно-правовая форма и виды деятельности ипотечного агента, инструменты фондового рынка, применяемые для целей структурирования ипотечных активов. При более тщательном рассмотрении выявляются несовершенства действующих правил игры в сфере реализации отношений секьюритизации. Это:

- чрезмерная жесткость институтов на данном экономическом поле;
- отсутствие положений, устанавливающих размер уставного капитала, требований к учредителям и владельцам акций ипотечного агента и порядку обращения акций ипотечного агента, а также соответствующих положений о «защищенности от банкротства» и защищенности интересов инвесторов;
- наличие законодательных ограничений в отношении инструментов фондового рынка, применимых для целей структурирования иных ценных бумаг, отличных от облигаций, если учитывать, что конструкции ипотечных сертификатов участия на сегодняшний день являются недееспособными;
- непроработанность механизмов транширования эмиссии ипотечных ценных бумаг с одним ипотечным покрытием;
- необходимость разграничения положений в отношении ипотечного покрытия для целей балансового структурирования хозяйствующими

субъектами банковского сектора и «внебалансового» структурирования через ипотечных агентов;

- неправомерные положения в отношении ипотечного покрытия. Положение о размере основного долга к номинальной стоимости облигаций предусматривает, что на момент представления документов для государственной регистрации выпуска облигаций с ипотечным покрытием размер (сумма) обеспеченных ипотекой требований, составляющих ипотечное покрытие таких облигаций, должен быть не менее, чем их общая номинальная стоимость и сумма процентов по этим облигациям. Для выполнения требований положения проценты как по ипотечным активам, так и по облигациям, обеспеченным этими активами, должны быть фиксированными;

- отсутствие законодательной возможности досрочного полного или частичного погашения облигаций по инициативе эмитента, если учитывать, что применяется структура прямого распределения при эмиссии облигаций с ипотечным покрытием и возможность реинвестирования не предусмотрена;

- существование ограничивающего законодательного положения о необходимости совершать выплаты по облигациям не реже одного раза в год. Это положение негативно сказывается на определении субординации выпуска облигаций.

Таким образом, как показывает анализ, даже в системе работающих жестких институтов присутствуют значительные недостатки, изменение которых придаст необходимый толчок для становления и дальнейшего развития адекватной институциональной матрицы, обеспечивающей эффективную реализацию отношений секьюритизации в экономической системе.

Вместе с тем, нами установлено, что создание благоприятных институциональных условий на отдельных участках регулируемого экономического поля недостаточно для эффективной реализации отношений секьюритизации в экономической системе. Необходимы комплексные мероприятия по совершенствованию отношений секьюритизации во всем их многообразии, а не для отдельных видов деятельности и взаимодействия хозяйствующих субъектов.

Наши основные рекомендации по изменению институциональных условий совершенствования отношений секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы сводятся к следующему:

- Разработка эффективных механизмов по идентификации и уступке прав требования хозяйствующих субъектов экономической системы. Мы установили, что механизмы идентификации существующих прав требования хозяйствующих субъектов экономической системы на отечественном рынке стали действовать сравнительно недавно, с введением института залковых. Залковые позволяют придать товарную форму ипотечным требованиям, которые могут уступаться и относительно свободно обращаться на рынке. Тем не менее, нерешенными остаются вопросы учета прав по залковым, взыскания задолженности по дефолтным требованиям, включая обращение взыскания на заложенное имущество. Процедура обращения взыскания на заложенное

имущество должна быть прозрачной, прогнозируемой и эффективной. При этом она должна предполагать возможность взыскания заложенного имущества в досудебном порядке, чего, к сожалению нет. Неясными также остаются налоговые последствия при продаже имущества, когда полученные средства облагаются налогом на доходы. Все эти последствия ведут к возникновению дополнительных рисков, которые негативно могут сказаться на стоимости структурирования активов и оперативном управлении структурированным имуществом.

- Разработка эффективных механизмов по идентификации и уступке будущих прав требования хозяйствующих субъектов экономической системы. Вопрос о допустимости уступки будущих прав требования хозяйствующих субъектов экономической системы является особой проблематикой отечественного правового поля. Эта проблематика приобрела значительную роль в последнее время с учетом развития структурного финансирования. По российскому законодательству уступка прав требования возможна только после возникновения таких прав, то есть согласно Гражданскому кодексу предметом уступки является право (требование), принадлежащее кредитору на основании обязательства. Следовательно, замена цедента возможна только по обязательству, существующему на момент заключения соглашения о цессии. Указанное положение гражданского кодекса, таким образом, отрицает возможность уступки будущих прав требования.

- Обеспечение «действительной продажи» прав требования хозяйствующих субъектов экономической системы. По текущему законодательству и существующей судебной практике «действительная продажа» не может быть гарантирована в полной мере необходимой для целей структурирования активов и защиты от рисков. При любых отношениях по продаже активов, за исключением ипотечных, по которым имеются соответствующие нормативные акты, существуют риски переквалификации, признания всех отношений по продаже активов недействительными (ничтожными) и включению проданных активов в конкурсную массу originатора. Для того чтобы ввести механизм «действительной продажи» в российскую практику, необходимо совершенствовать законодательство с целью прямого признания права такой продажи, ограничить право оспаривания и признания недействительными отношения по уступке активов в рамках отношений секьюритизации и возможность обращения взыскания на активы без участия первичного кредитора.

- Разработка эффективной конструкции хозяйствующего субъекта специального назначения в качестве финансово независимого и юридически самостоятельного, защищенного от банкротства хозяйствующего субъекта экономической системы, обладающего правами юридического лица. По действующему российскому законодательству эмитентом ценных бумаг могут быть только коммерческие организации, которые не совсем верно отражают экономическую специфику эмитента в рамках отношений секьюритизации в качестве покупателя активов. В классическом представлении эмитент структурированных ценных бумаг – лицо, как правило, не имеющее штата

сотрудников и всячески защищенное от притязания третьих лиц, исключительной целью деятельности которого является реализация отношений по покупке активов и эмиссии ценных бумаг. Для этих целей на западных рынках применяется конструкция траста, или фонда как некоммерческой организации без создания юридического лица. Следовательно, при организации эмитента в коммерческой форме возникают необходимость в уставном капитале, введения учета и отчетности, найма штата сотрудников, возможность привлечения финансирования со стороны, что не отвечает тем классическим требованиям, предъявляемым хозяйствующему субъекту специального назначения. Однако организация эмитента в другой организационно-правовой форме без изменения текущего российского законодательства невозможна.

– Создание эффективной системы сервисного обслуживания. После уступки активов права сервисного обслуживания, как правило, закрепляются за первичным кредитором. Основные вопросы относительно сервисного обслуживания были решены ипотечным законодательством. Однако существует ряд значительных рисков, которые могут иметь негативные последствия и которые необходимо решать на законодательном уровне. Снижение риска смещения активов – главная задача в отношении сервисного обслуживания. Эффективной мерой хеджирования риска может стать введение номинальных (обеспечительных) счетов, которые на сегодняшний день не известны отечественному законодательству.

– Разработка и применение различных конструкций для эффективной реализации отношений секьюритизации в экономической системе. Существует множество форм структурирования отношений секьюритизации, которые на сегодняшний день не возможны для реализации по причине непризнания нетрадиционных форм отношений законодательством и судебными органами России. Несмотря на то, что российские условия являются достаточно либеральными и предоставляют принцип свободы договора, включая право реализовывать отношения, изначально не предусмотренные законом, юридическая сила таких отношений судебными органами ставится, как правило, под сомнение.

– Разработка эффективных механизмов повышения надежности ценных бумаг. Отдельные механизмы повышения надежности, преимущественно внешнего характера, уже существует в России, их необходимо лишь адаптировать для целей структурирования, прямо предоставив такое право хозяйствующим субъектам экономической системы. Некоторые механизмы внутреннего обеспечения, правда, не без недостатков, были введены ипотечным законодательством. Тем не менее, расширение форм кредитной поддержки и обеспечения ликвидности является важной задачей, стоящей перед законодателями. Необходимо изменение российского законодательства в пользу возможности обеспечения залога банковского счета и возможности временного блокирования счетов. Также необходимо обеспечить юридическую силу отношениям хеджирования заключаемых эмитентом с хеджерами валютных и процентных рисков. При использовании в качестве хедж-

соглашений производных инструментов, в частности соглашений-своп, могут возникнуть риски переквалификации соглашений судом под сделки-пари, по которым судебная защита не предусмотрена. Для этих целей необходимо гарантировать отношениям хеджирования юридическую силу путем обеспечения соответствующего юридического статуса хозяйствующего субъекта экономической системы и закрепления его в соответствующих положениях в законодательных актах. Признание отношений хеджирования в рамках отношений секьюритизации механизмами обеспечения надежности позволит снизить юридические риски и риски хеджирования.

– Разработка эффективных механизмов эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами хозяйствующих субъектов экономической системы. На сегодняшний день в международной практике используется свыше 50-ти инструментов финансового рынка для целей эффективной реализации отношений секьюритизации. В России же для этих целей могут применяться только ипотечные ценные бумаги и корпоративные облигации, обеспеченные активами хозяйствующих субъектов экономической системы. Такое ограниченное количество инструментов, применяемых в контексте отношений секьюритизации, существенно сужает возможности организаторов структурирования активов хозяйствующих субъектов экономической системы, лишая их способности четко реагировать на изменения экономических и юридических условий, на выбор форм структурирования активов в зависимости от целей и решаемых задач, что негативно сказывается на конкурентоспособности хозяйствующих субъектов экономической системы, реализующих отношения секьюритизации.

– Обеспечение адекватности толкования юридических и налоговых последствий при реализации отношений секьюритизации. Отношения секьюритизации экономически эффективны только в тех случаях, когда реализуются на условиях налоговой нейтральности. Отечественное налоговое законодательство в существующем виде не в состоянии предоставить такие налоговые условия, которые существуют на западных рынках. Это одна из причин, по которой отечественные организаторы предпочитают трансграничное структурирование активов. Необходимо ввести понятие налоговой нейтральности. Экономическая смысловая нагрузка его заключается в следующем: при реализации отношений по продаже активов оригинатором эмитенту активы фактически не продаются, а передаются эмитенту; целью реализации отношений секьюритизации в данной ситуации не является извлечение прибыли; при структурировании отношений секьюритизации движение денежных потоков осуществляется внутри структуры; а также при обслуживании активов должна применяться налоговая нейтральность. Обеспечить хозяйствующему субъекту специального назначения налоговую амнистию, если учитывать, что эмитент не является собственником активов, привлекает денежные средства под обеспечение, а эмиссионный доход переводит оригинатору, следовательно, доходов не имеет, а значит, никаких налоговых последствий возникать не должно. Любые налоги, государственные

пошлины или аналогичные сборы на передачу активов и механизмы обеспечения надежности противоречат идее отношений секьюритизации, увеличивают издержки транзакции и делают процесс реализации отношений секьюритизации менее целесообразным.

Таким образом, совершенствование институциональных условий способствует созданию полноценного эффективного института отношений секьюритизации как адекватного условия развития экономической системы.

5. Выявлены причины кризисных явлений и степень причастности отношений секьюритизации как катализатора таких явлений в условиях глобализации экономических процессов. Доказано, что возможность повторения августовских событий 2008 года при развитии отношений секьюритизации в России вполне допустима, если реализация отношений секьюритизации в России будет построена по западной модели, когда первичным кредиторам гарантируется возможность рефинансирования, реструктуризации и страхования рисков через государственные агентства, что способствует снижению требований к заемщикам и может привести к формированию сектора Subprime (сектора токсичных активов) как основного фактора кризисных явлений.

Отношения секьюритизации оказали непосредственно влияние на кризис 2007-2008 гг. (кризис ликвидности), переросший в глобальный финансовый кризис. Однако причиной кризиса стали не сами финансовые отношения как таковые, а, в первую очередь, их «неумелая» реализация. Причина значится в механизме реализации отношений секьюритизации американскими хозяйствующими субъектами банковского сектора, которые считали, что американская экономика, а значит и мировая, способна «поглотить» огромное количество низкокачественных структурированных активов, а система дополнительного обеспечения (кредитная поддержка) и гарантия государства смогут вытянуть рынок в случае неблагоприятных событий. Однако этого не произошло, рост числа дефолтов ипотечных кредитов с плохим кредитным качеством потянул за собой весь финансовый сектор, многие хозяйствующие субъекты этого и реального секторов экономики оказались на грани банкротства. Учитывая тесные связи банковской системы с фондовым рынком, банкротство хозяйствующих субъектов банковского сектора непременно повлекло за собой банкротство хозяйствующих субъектов других секторов, участвующих прямо или косвенно в отношениях секьюритизации. Вслед за США негативные последствия начали испытывать и европейские хозяйствующие субъекты, большая часть из которых являлась покупателями активов в форме ценных бумаг, образованных в процессе реализации отношений секьюритизации в США.

Условия, предопределившие кризисные явления в Соединенных Штатах, основанные на структурировании ипотечных активов с плохим кредитным качеством, не возможны к воспроизведению в российской действительности в ближайшее время, в первую очередь по масштабам вовлеченности как самих активов, так и по размеру рынка. К тому же в России практически отсутствует

класс заемщиков, категории Subprime (заемщиков «второго сорта»), а возможности рефинансирования (перекредитования) значительно ограничены. Тем не менее, если реализация отношений секьюритизации в России будет построена по западной модели, когда первичным кредиторам гарантируется возможность рефинансирования, реструктуризации и страхования рисков через государственные агентства, которые намереваются аккумулировать все риски ипотечного сектора, а в случае неблагоприятных событий все риски покрыть за счет государства, что может способствовать снижению требований к заемщикам, а в дальнейшем формированию сектора Subprime (сектора токсичных активов) как основного фактора последних кризисных явлений, что может привести к значительным негативным последствиям в будущем, вплоть до повторения событий августовского кризиса ликвидности в России.

6. Разработаны и обоснованы меры по совершенствованию отношений секьюритизации в инновационном взаимодействии хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов российской экономики в условиях ее модернизации, среди которых основными являются: увеличение и оптимизации ресурсной базы, развитие элементной базы, развитие инструментальной базы; развитие учета и информационных систем; создание вторичного рынка ценных бумаг, обеспеченных активами, обеспечивающих развитие отношений секьюритизации в условиях модернизации российской экономики.

Функционирование отечественного рынка структурных решений, на наш взгляд, полностью зависит от дальнейшего развития инфраструктуры отношений секьюритизации. Наши основные предложения по изменению инфраструктурных условий в целях совершенствования отношений секьюритизации как инновационной формы развития экономической системы сводятся к следующему:

– Увеличение и оптимизация ресурсной базы для целей структурирования инновационного взаимодействия реального и финансового секторов российской экономики. Формирование ресурсной базы на сегодняшний момент является одной из приоритетных направлений развития инфраструктуры отношений секьюритизации в России. В настоящий момент отечественные условия позволяют структурировать только активы, связанные с недвижимостью. Введение института закладных позволило создать вторичный рынок ипотечных кредитных требований, однако для других классов активов своей «закладной» создано не было. На сегодняшний день в России имеется достаточное количество активов, которые могут использоваться для целей структурирования. В эту категорию попадают практически все виды активов факторинговых, лизинговых, страховых компаний, задолженностей населения перед государством и частными компаниями. Создание в России полноценных «типовых» пулов активов, хотя бы для ряда достаточно стандартизированных активов, таких как ипотечные кредиты и автокредиты, мы считаем необходимой мерой для упрощения процесса структурирования активов, оптимизации налогообложения и развития отношений секьюритизации в отечественной экономике.

– Развитие элементной базы, включая создание организаций, специализирующихся на реализации отношений секьюритизации в России.

Несомненно, для старта ипотечных программ в России государственное участие было необходимо, но то, что мы наблюдаем на сегодняшний момент, привилегированное положение одних и зависимость других игроков ипотечного рынка, не позволяют обеспечить равные конкурентные условия для развития ипотечного рынка. Такая ситуация, когда есть возможность привлекать деньги из бюджета или средства, основанные на государственной гарантии, не способствует развитию отношений секьюритизации в России. Возможности по реализации отношений секьюритизации банками малого и среднего звена сильно ограничены высокими издержками и требованиями к пулу активов по части его объема, когда реализация структурирования на суммы менее 100 млн. долларов попросту экономически нецелесообразна. В этой ситуации на Западе используются структуры частного накопителя, которые в России не нашли отражения.

– Развитие инструментальной базы для целей структурирования инновационного взаимодействия реального и финансового секторов российской экономики. Ограничение выбора инструментов для целей структурирования активов не только сужает возможности хозяйствующих субъектов, но и препятствует возникновению конструкций основанных на отношениях кондуитного финансирования, львиная доля ценных бумаг которых выпускается в форме краткосрочных коммерческих бумаг. Коммерческие бумаги – это сверхкраткосрочные обязательства со сроком обращения до одного года, при эмиссии которых не требуется регистрации проспекта эмиссии. Инструменты подобного рода в России не только не применяются, но и отсутствует понятие коммерческих бумаг. Выпуск коммерческих бумаг был бы весьма привлекательным для отечественной экономики на фоне отсутствия у инвесторов долгосрочных финансовых возможностей, служил бы неплохой альтернативой краткосрочным инструментам фондового и валютного рынков. Развитие отношений кондуитного финансирования расширит возможности организаторов структурирования активов хозяйствующих субъектов экономической системы.

– Развитие системы учета прав и информационных систем в процессе реализации отношений секьюритизации хозяйствующими субъектами реального и финансового секторов экономики России. На данный момент существуют система учета прав на недвижимость и система учета перехода прав на закладные, но отсутствует система учета возникновения закладных в масштабах страны. С этой точки зрения нами видится необходимость создания специализированного реестра закладных на государственном уровне, что обеспечит прозрачность и оперативность регистрации возникновения прав по закладным, усилит контроль за движением закладных на рынке, обеспечит ускорение оборота закладных, организации вторичного рынка закладных, что, в конечном счете, сделает этот рынок привлекательным для инвесторов.

На основе успешной организации рынка ипотечных активов в будущем можно построить системы и для других классов активов.

– Создание вторичного рынка ценных бумаг, обеспеченных активами хозяйствующих субъектов реального и финансового секторов экономической системы России. Дальнейшее развитие внутреннего спроса невозможно без активизации институциональных инвесторов, которые являются главными обеспечителями внутреннего спроса на зарубежных финансовых рынках. В качестве институциональных инвесторов в России могут выступать Пенсионный фонд РФ и федеральные страховые компании. В качестве источников «дешевых денег» могут служить пенсионные накопления граждан, фонды обязательного медицинского страхования и страховые резервы страховых компаний.

* * *

Таким образом, экономические отношения секьюритизации могут стать эффективной инновационной формой развития отечественной экономической системы при условии реализации комплексных мер по их внедрению и совершенствованию хозяйствующими субъектами всех уровней и сфер реального и финансового секторов российской экономики. При этом эффективность отношений секьюритизации в стране зависит не только от экономических и юридических условий, но и от соответствующей инфраструктуры. Помимо введения института отношений секьюритизации и создания инфраструктуры нужно, чтобы отечественные хозяйствующие субъекты обладали необходимыми знаниями и технологиями реализации этих отношений, так как любое упущение или пренебрежительное отношение к секьюритизации могут лишить их множества экономических эффектов.

ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА

Статьи в изданиях из перечня ВАК Минобрнауки России:

1. Хасанов Р.Р., Вагизова В.И. Развитие отношений секьюритизации хозяйствующих субъектов в экономической системе // Проблемы современной экономики. - 2008. - № 4(28). (0,63 п.л./0,5 п.л.)
2. Хасанов Р.Р. Риски отношений секьюритизации и механизмы их снижения // Проблемы современной экономики. - 2010. - № 3(35). (0,63 п.л.)
3. Хасанов Р.Р. Глобализация финансовых рынков и оптимизация отношений секьюритизации в их взаимодействии с реальным сектором экономики // Вестник экономики, права и социологии. - 2010. - № 4. (0,56 п.л.)
4. Хасанов Р.Р. Особенности реализации отношений секьюритизации в отечественной экономике и их эффективность // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. - 2011. - № 11(104). (0,56 п.л.)

Другие научные издания:

5. Хасанов Р.Р. Секьюритизация активов как инновационный финансовый инструмент в банковской деятельности // Вестник ТИСБИ. - 2007. - № 2. (0,32 п.л.)

6. Хасанов Р.Р., Посталюк Т.М. Секьюритизация активов как инновационное отношение финансового рынка: содержание и континентальные особенности // Вестник экономики, права и социологии. – 2007. - № 4. (0,63 п.л./0,5 п.л.)
7. Хасанов Р.Р., Вагизова В.И. Финансовые инновационные отношения в отечественной экономике: Сб. трудов молодых ученых Академии управления «ТИСБИ», 2007. (0,56 п.л./0,44 п.л.)
8. Хасанов Р.Р. Теоретико-методологические основы исследования отношений секьюритизации в экономической системе // Актуальные проблемы современной экономики России: Сб. материалов Международной научно-практич. конф. – Казань, 2008. (0,44 п.л.)
9. Хасанов Р.Р. Домохозяйства в процессах секьюритизации на современных финансовых рынках // Общество, государство, личность: проблемы взаимодействия в условиях рыночной экономики: Сб. материалов IX межвузовской научно-практич. конф. студентов, аспирантов и молодых ученых. – Казань, 2008. (0,4 п.л.)
10. Хасанов Р.Р. Отношения секьюритизации, направленные на развитие человеческого капитала в экономической системе // Роль семьи в сохранении и развитии человеческого капитал: Материалы Международной научно-практич. конф. – Казань, 2008. (0,4 п.л.)
11. Хасанов Р.Р. Институт отношений секьюритизации и его влияние на экономический рост // Институциональные проблемы экономического роста. Материалы докладов Всероссийской научно-практич. конф. – Казань, 2009. (0,25 п.л.)
12. Хасанов Р.Р. Отношения секьюритизации как инновационная форма инвестиционного предпринимательства в отечественной экономике // Российское предпринимательство: история и современность: Материалы V Международной межвузовской студенческой научно-практич. конф. – М., 2009. (0,32 п.л.)
13. Хасанов Р.Р. Отношения секьюритизации в инновационной деятельности хозяйствующих субъектов // Инновационные отношения в экономической системе во взаимодействии бизнеса, власти и социума: Материалы научно-практич. конф. – Казань, 2009. (0,32 п.л.)
14. Хасанов Р.Р. Секьюритизация как инновационный финансовый инструмент реализации социальных программ г. Казань // Наука и инновации в решении актуальных проблем города: Материалы научно-практич. конф. студентов и аспирантов. – Казань, 2009. (0,25 п.л.)



Отпечатано с готового оригинал-макета в типографии
Издательства Казанского университета
Тираж 150 экз. Заказ 7/6

420008, ул. Профессора Нужина, 1/37
тел.: (843)233-73-59, 292-65-60

10~